

## 四季度水泥价格涨幅大，盈利水平再上台阶

公司简报

### 买入(维持)

当前价/目标价：14.13/15.40元

目标期限：6个月

### 分析师

陈浩武 (执业证书编号：S0930510120013)  
021-22169050  
[chenhaowu@ebscn.com](mailto:chenhaowu@ebscn.com)

师克克 (执业证书编号：S0930517070003)  
021-22169158  
[shikk@ebscn.com](mailto:shikk@ebscn.com)

### 联系人

胡添雅  
021-22169106  
[hutianya@ebscn.com](mailto:hutianya@ebscn.com)

### 市场数据

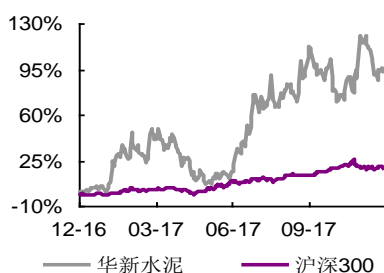
总股本(亿股)：14.98

总市值(亿元)：211.61

一年最低/最高(元)：7.19/16.58

近3月换手率：143.48%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-15.17	-11.94	56.20
绝对	-10.12	-3.82	81.43

### 相关研报

继续看好旺季高盈利弹性延续  
..... 2017-10-27

量价齐升，预计全年盈利继续高弹性  
..... 2017-08-26

盈利高弹性，创历史最优  
..... 2017-07-20

### 事件：公司2017年业绩预计同比增长300%-350%，EPS 1.21-1.36元

公司发布2017年业绩预增公告：预计2017年实现归属上市公司股东净利润较2016年增加13.6-15.8亿元，即预计2017年全年业绩区间为18.1-20.3亿元，同比增长300%-350%，EPS区间1.21-1.36元；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润较2016年将增加12.6-14.9亿元，达17.2-19.5亿元，同比增长270%-320%，超出市场预期。

其中，公司2017年单4季度归属上市公司股东净利润区间为7.6-9.8亿元，同比增长161.8%-237.4%，EPS区间0.51-0.66元。

### 点评：2017年四季度水泥价格上涨幅度大，公司盈利水平继续攀升

2017年水泥行业环保限产、错峰生产情况下，华东、中南区域水泥、熟料价格大幅上涨，涨幅以四季度为最；加之华新水泥并购原拉法基中国在云贵渝地区产能，营收与业绩规模扩大，引致四季度及全年业绩弹性如期兑现。

#### ◆水泥价格2017年持续上涨，尤其以华东、中南区域年末上涨幅度较大

按公司全年业绩增长区间的上、下限测算，华新水泥2017年第4季度业绩占全年比重分别为48.7%、42.1%，单季业绩贡献大，原因在于：长江流域的华东、中南区域景气度高，公司受益于水泥价格持续上涨，盈利水平攀升。

南部地区4季度为水泥需求旺季，加之环保、协同限产的影响，2017年第4季度，公司主营的中南区域高标号水泥平均价格达408元/吨，同比2016年同期上涨12%，环比2017年第3季度上涨30%，而11、12月上漲尤甚，月度均价分别达399、431元/吨；水泥价格持续上涨，带来公司2017年单4季度吨产品盈利水平较前三季度大幅提升。

#### ◆主营区域需求平稳，其中11月快速增长，加之环保限产等，供需边际改善

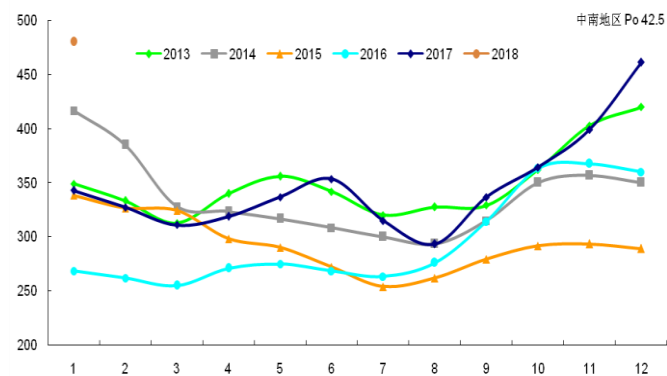
从全国水泥各大区域来看，华东、中南区域2017年以来需求总体平稳，其中11月我国南部地区限产引致产品价格大幅上涨，从而使得下游抢购水泥，释放水泥需求。具体来看，2017年1-11月，华新水泥主营的中南区域水泥产量为2.9亿吨，同比持平，其中11月份水泥产量3303.7万吨，同比增长10%。

#### ◆盈利预测与投资建议：2018年公司盈利有望继续改善

公司2017年业绩大幅预增，印证我们对于其四季度盈利惊喜的判断；展望2018年，公司主营的中南区域供需格局仍属较好，经过持续涨价，2018年水泥价格基础优，华新水泥盈利有望继续改善。中长期看，公司区域布局加强，在国内承接拉法基豪瑞在西南区域水泥资产，成为中南、西南区域水泥行业龙头；海外方面，塔吉克斯坦、柬埔寨、尼泊尔等“一带一路”地区布局增厚业绩；骨料、环保业务亦快速发展贡献盈利增长点。

图 1：中南区 P.O42.5 高标号水泥价格走势（单位：元/吨）

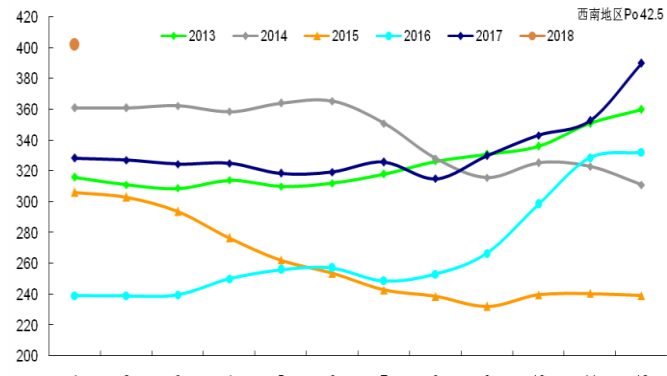
华新水泥主营地区中南区域水泥价格 2017 年 4 季度加速上涨



资料来源：数字水泥，光大证券研究所

图 2：西南区 P.O42.5 高标号水泥价格走势（单位：元/吨）

西南区域价格亦走高，四季度价格为近年来最优



资料来源：数字水泥，光大证券研究所

考虑到 2017 年末水泥价格上涨幅度大，华新水泥盈利弹性进一步增强，我们上调公司 2017-2019 年 EPS 预测分别至 1.28/1.54/1.74 元（原预测为 1.05/1.14/1.20 元），上调目标价至 15.4 元（原为 14.7 元），对应 2018 年 10 倍 PE，维持“增持”评级。

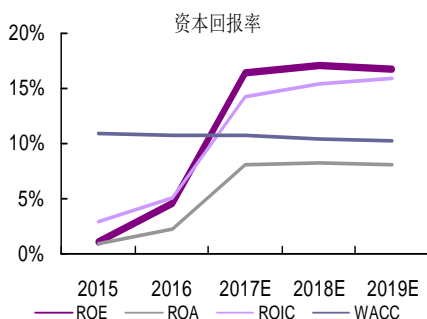
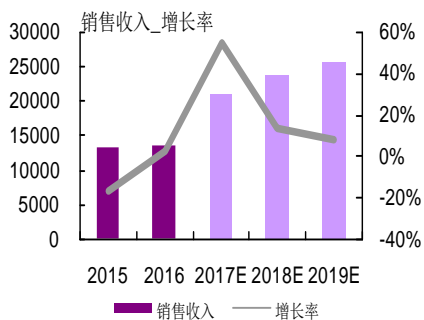
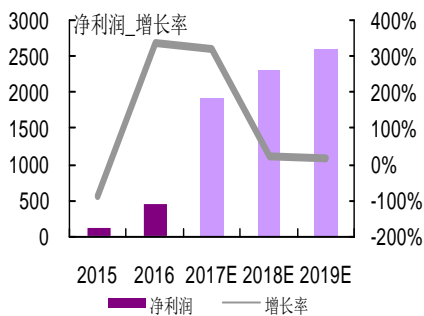
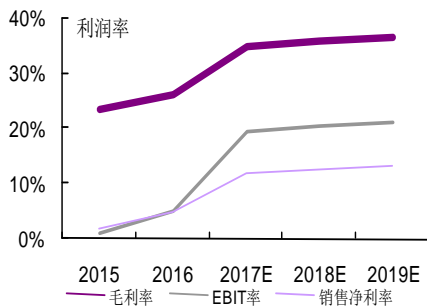
◆风险提示：

固定资产投资和房地产投资需求下降的风险；当前水泥价格较高，如供需格局恶化则有下降的风险；原材料和煤炭价格波动导致产品利润波动的风险等。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	13,271	13,526	20,921	23,639	25,549
营业收入增长率	-17.03%	1.92%	54.68%	12.99%	8.08%
净利润（百万元）	103	452	1,911	2,311	2,607
净利润增长率	-91.59%	339.82%	322.93%	20.93%	12.77%
EPS（元）	0.07	0.30	1.28	1.54	1.74
ROE（归属母公司）（摊薄）	1.07%	4.52%	16.26%	16.94%	16.56%
P/E	206	47	11	9	8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>13,271</b>	<b>13,526</b>	<b>20,921</b>	<b>23,639</b>	<b>25,549</b>
营业成本	10,132	9,971	13,622	15,123	16,179
折旧和摊销	1,523	1,580	2,401	2,567	2,758
营业税费	200	208	314	355	370
销售费用	1,060	1,106	1,590	1,820	1,967
管理费用	916	939	1,255	1,418	1,533
财务费用	674	569	879	993	1,073
公允价值变动损益	0	1	0	0	0
投资收益	38	86	10	10	10
<b>营业利润</b>	<b>190</b>	<b>784</b>	<b>3,200</b>	<b>3,877</b>	<b>4,376</b>
<b>利润总额</b>	<b>337</b>	<b>807</b>	<b>3,224</b>	<b>3,899</b>	<b>4,396</b>
少数股东损益	123	169	571	691	779
<b>归属母公司净利润</b>	<b>102.76</b>	<b>451.94</b>	<b>1,911.39</b>	<b>2,311.43</b>	<b>2,606.51</b>

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>总资产</b>	<b>25,487</b>	<b>27,427</b>	<b>31,124</b>	<b>37,003</b>	<b>42,698</b>
流动资产	5,034	7,425	10,026	13,990	17,977
货币资金	2,122	3,719	5,500	8,907	12,488
交易型金融资产	0	802	0	0	0
应收帐款	689	502	998	1,129	1,226
应收票据	581	829	1,464	1,655	1,788
其他应收款	222	212	293	332	358
存货	1,148	1,174	1,297	1,433	1,539
可供出售投资	71	69	74	74	74
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	321	388	389	390	391
固定资产	14,861	15,344	16,018	17,397	18,658
无形资产	2,114	2,295	2,180	2,071	1,968
<b>总负债</b>	<b>14,509</b>	<b>16,053</b>	<b>17,417</b>	<b>20,716</b>	<b>23,536</b>
无息负债	5,113	5,279	6,453	7,020	7,423
有息负债	9,396	10,774	10,964	13,696	16,113
<b>股东权益</b>	<b>10,978</b>	<b>11,374</b>	<b>13,707</b>	<b>16,287</b>	<b>19,162</b>
股本	1,498	1,498	1,498	1,498	1,498
公积金	3,064	3,098	3,259	3,259	3,259
未分配利润	5,053	5,396	6,997	8,887	10,983
少数股东权益	1,372	1,379	1,950	2,641	3,420

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,753</b>	<b>3,096</b>	<b>5,381</b>	<b>6,581</b>	<b>7,238</b>
净利润	103	452	1,911	2,311	2,607
折旧摊销	1,523	1,580	2,401	2,567	2,758
净营运资金增加	-892	-88	1,578	423	309
其他	2,020	1,152	-510	1,280	1,564
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-1,719</b>	<b>-2,005</b>	<b>-2,762</b>	<b>-4,491</b>	<b>-4,491</b>
净资本支出	1,588	1,176	3,500	4,500	4,500
长期投资变化	321	388	-1	-1	-1
其他资产变化	-3,627	-3,568	-6,261	-8,990	-8,990
<b>融资活动现金流</b>	<b>-1,728</b>	<b>680</b>	<b>-838</b>	<b>1,317</b>	<b>834</b>
股本变化	1	0	0	0	0
债务净变化	-405	1,378	190	2,732	2,417
无息负债变化	-89	166	1,174	567	403
<b>净现金流</b>	<b>-734</b>	<b>1,780</b>	<b>1,780</b>	<b>3,407</b>	<b>3,581</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	-17.03%	1.92%	54.68%	12.99%	8.08%
净利润增长率	-91.59%	339.82%	322.93%	20.93%	12.77%
EBITDA/EBITDA/EBITDA 增长率	-46.13%	35.99%	127.24%	14.79%	10.38%
EBITEBITEBIT 增长率	-90.95%	358.48%	221.15%	19.45%	11.93%
<b>估值指标</b>					
PE	206	47	11	9	8
PB	2	2	2	2	1
EV/EBITDA	14	11	5	5	4
EV/EBIT	40	25	8	7	6
EV/NOPLAT	59	33	11	9	8
EV/Sales	2	2	2	1	1
EV/IC	2	2	2	1	1
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	23.66%	26.28%	34.89%	36.02%	36.68%
EBITDA 率	12.62%	16.84%	30.92%	31.42%	32.08%
EBIT 率	1.15%	5.16%	19.45%	20.56%	21.29%
税前净利润率	2.54%	5.97%	15.41%	16.50%	17.21%
税后净利润率 (归属母公司)	0.77%	3.34%	9.14%	9.78%	10.20%
ROA	0.89%	2.26%	7.98%	8.11%	7.93%
ROEROE (归属母公司) (摊薄)	1.07%	4.52%	16.26%	16.94%	16.56%
经营性 ROIC	2.78%	5.04%	14.20%	15.34%	15.86%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	0.70	0.76	1.30	1.64	1.98
速动比率	0.54	0.64	1.13	1.47	1.81
归属母公司权益/有息债务	1.02	0.93	1.07	1.00	0.98
有形资产/有息债务	2.38	2.23	2.55	2.47	2.46
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.07	0.30	1.28	1.54	1.74
每股红利	0.05	0.10	0.28	0.34	0.38
每股经营现金流	1.84	2.07	3.59	4.39	4.83
每股自由现金流(FCFF)	1.01	1.00	0.35	0.97	1.47
每股净资产	6.41	6.67	7.85	9.11	10.51
每股销售收入	8.86	9.03	13.97	15.78	17.06

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com	
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
高菲		010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com	
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com	
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
庞舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixiao1@ebscn.com
		李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com	
国际业务	梁超		15158266108	liangc@ebscn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com	
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com	
	郑锐	021-22169080	18616663030	zhrei@ebscn.com	
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com	
	金融同业与战略客户	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
		丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
		徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
		王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
陈樑		021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com	
赵纪青		021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
私募业务部		谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com
		曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com
		王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com
		安玲娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com	
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com	
	左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com	
任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com		
俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com		